acesse kinea.com.br

CNPJ: 34.687.662/0001-01

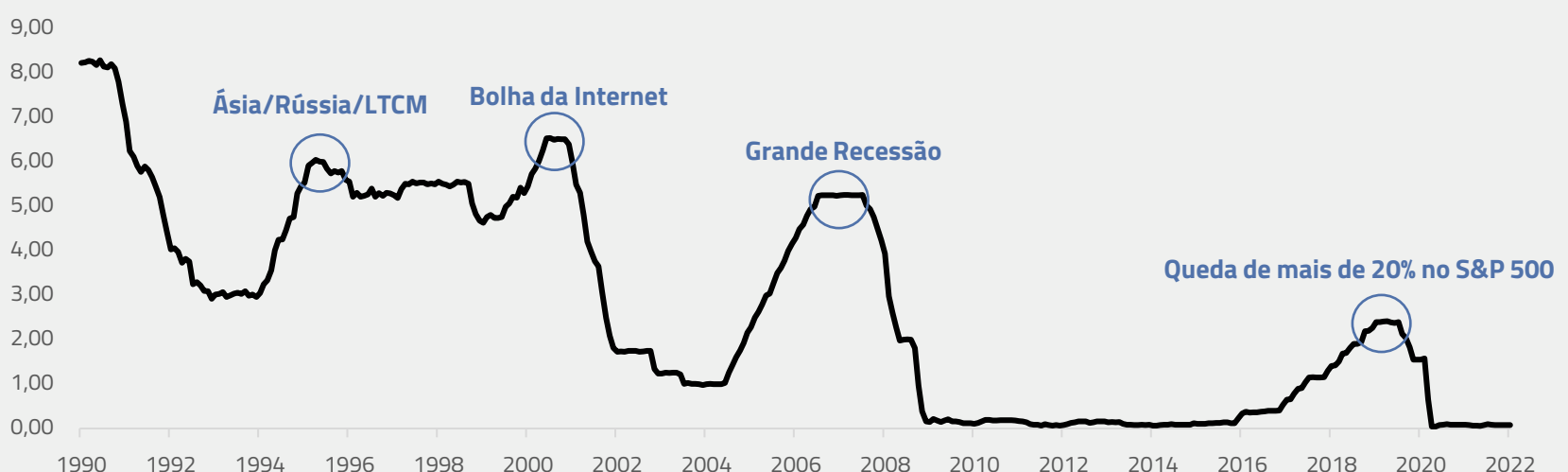
Carta do Gestor

Fevereiro 2022

Nossas considerações sobre a subida de juros nos EUA e o conflito entre a Rússia e o ocidente, na Ucrânia.

Uma conhecida fábula do mercado é que o processo de elevação de juros promovido pelos bancos centrais se assemelha a prática da pesca com o uso de dinamite. Nesse contexto, os bancos centrais têm pouca ideia de onde devem parar o processo de subida, e simplesmente olham para as consequências das decisões.

No início da subida a economia pouco responde, e as cargas de dinamite não geram muito resultado. Logo, alguns pequenos peixes aparecem boiando conforme as sucessivas subidas de juros começam a impactar a economia, seguidos de peixes maiores. Normalmente o processo só é encerrado quando uma baleia aparece entre as causalidades.

GRÁFICO 1: FEDERAL FUNDS EFFECTIVE RATE (%)

Fonte: Fed St. Louis

Em 1998 foi necessária a quebra do LTCM e a crise da Rússia para encerrar esse processo. Em 2000 foi a vez da bolha de tecnologia estourar. O processo em 2008 culminou com a quebra do Lehman Brothers. E finalmente em 2018 foi necessário que o S&P 500 caísse mais de 20% para que o processo fosse revertido.

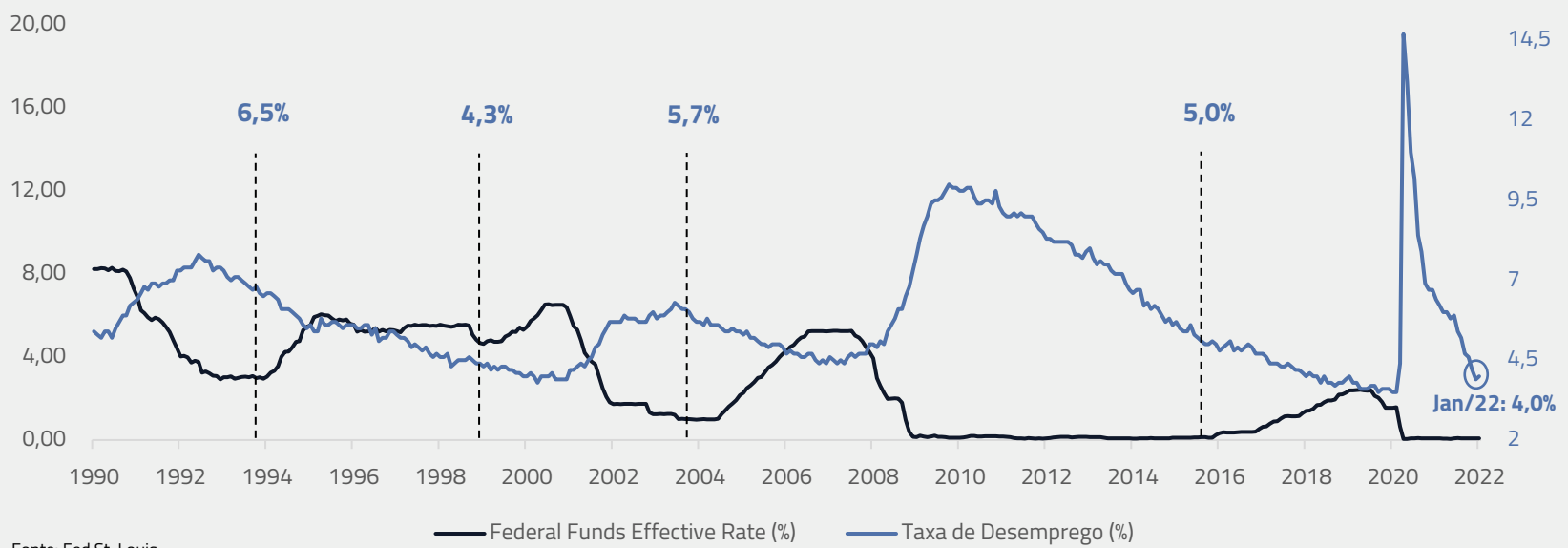
O novo ciclo de altas do FED deve se iniciar em março desse ano: novamente pescaremos com dinamite. O processo já se inicia de forma tardia: durante o mês de fevereiro o FED ainda estava promovendo *quantitative easing* a despeito da inflação corrente estar acima de 7% e a taxa de desemprego abaixo de 4%.

GRÁFICO 2: TAXAS DE DESEMPREGO NO INÍCIO DOS CICLOS DE ALTAS

6,5% 4,3% 5,7% 5,0%

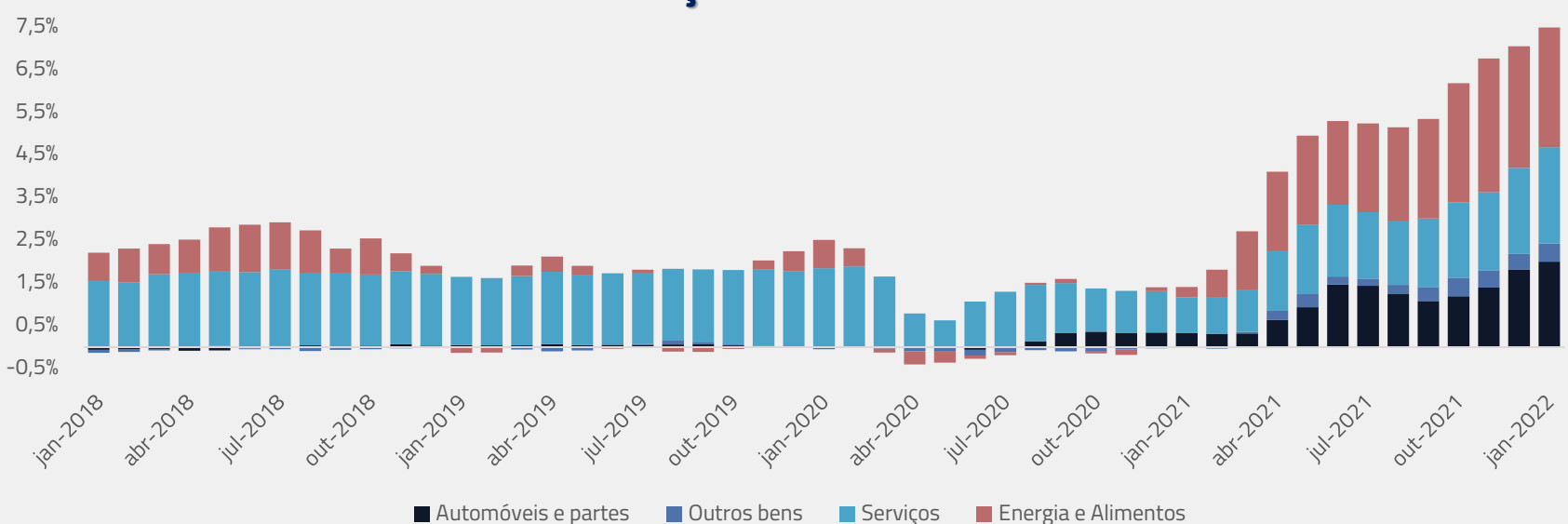
Jan/22: 4,0%

Federal Funds Effective Rate (%) — Taxa de Desemprego (%)

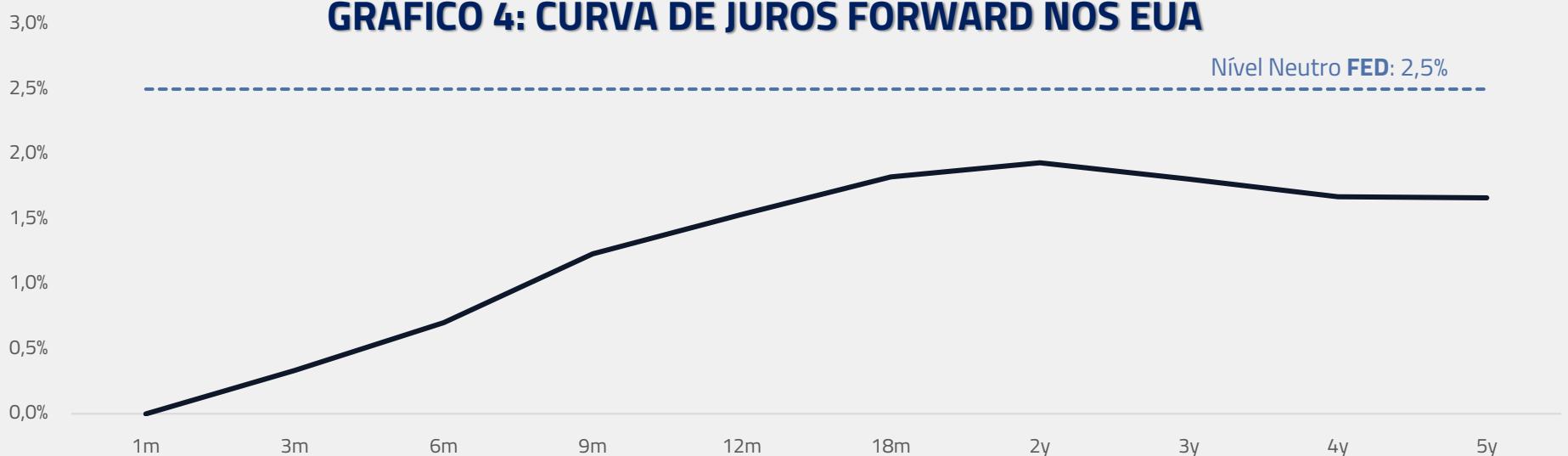
Fonte: Fed St. Louis

Começando tão tarde no processo, o FED possivelmente terá que trabalhar mais rápido que o usual para atingir o objetivo de ancorar as expectativas inflacionárias.

Infelizmente, a diferença entre o remédio e o veneno é muitas vezes a quantidade. Rápido demais e o FED arrisca inverter a curva de juros (taxas curtas mais altas que as taxas longas) e desacelerar a economia ao ponto de causar uma recessão. Devagar demais e a âncora de expectativas pode ceder, com a inflação vazando para o setor de serviços e salários, fazendo com que o veneno tenha que ser ainda mais forte em períodos subsequentes.

GRÁFICO 3: CONTRIBUIÇÕES PARA O CPI HEADLINE YoY

Fonte: BLS

O que a história nos conta? O track record do FED é que sua balança tem pouca capacidade de distinguir entre o remédio e o veneno. Como a política monetária reage com um Lag de 6-12 meses na economia, a autoridade monetária tem pouca visibilidade se suas ações são ou não suficientes para deter o processo inflacionário. O banco central então estende sua atuação até que a "baleia" apareça. Isso é, até que algo significativo quebre na economia.

O que esse processo significa para nossas posições? Primeiramente acreditamos que depois de mais de uma década de quantitative easing e juros muito baixos, o mercado deve ser lento em ajustar expectativas de juros mais altos ao longo da curva.

De modo geral o mercado ainda recusa a acreditar que o FED pode elevar as taxas de juros acima do neutro, com a curva forward se recusando a cruzar a linha de 2%. Continuamos a acreditar que as taxas de juros, principalmente as taxas de juros reais, ainda estão muito baixas para o cenário atual de baixo desemprego e alta inflação.

Também continuamos a evitar exposição significativa à bolsa norte-americana. Entendemos que não são as primeiras subidas de juros que matam a bolsa, mas sim as últimas. Entretanto, dentro de um processo que ainda mantém elevada participação de pessoas físicas nos fluxos de entrada e de um banco central que pode se tornar mais agressivo, pensamos que o potencial retorno ajustado a volatilidade de uma exposição comprada não deve ser atrativo o suficiente. Mantemos posições compradas em poucos setores, como no caso de energia.

RÚSSIA E UCRÂNIA: GUERRA É A CONTINUAÇÃO DA POLÍTICA POR OUTROS MEIOS

No outro lado do mundo a Rússia também tenta uma modalidade diferente de pescaria com dinamite, invadindo a Ucrânia com o intuito de manter o país dentro de sua esfera de influência.

Carl von Clausewitz

Von Clausewitz, estrategista de guerra Prussiano, em seu famoso livro On War, menciona a célebre frase: "guerra é a continuação da política por outros meios". Em poucos casos podemos dizer que essa frase é tão verdadeira quanto no atual conflito entre a Rússia, a Ucrânia e o ocidente.

O estudo da história dos dois países é fundamental para entendermos as razões pelas quais chegamos ao ponto de uma invasão em solo europeu em proporções não vistas desde a segunda guerra mundial.

A Ucrânia é um país independente há três décadas, tendo sido parte principalmente do império Russo desde o século XIV. A história do povo Russo na verdade se inicia na região ao redor da moderna Kiev. A frota Russa no mar negro por toda sua história foi baseada na Criméia em sua base de Sebastopol. Desassociar a história desses dois países é uma tarefa complexa.

Desde sua independência, a Ucrânia é um país dividido em duas áreas de influência: ao leste do país predomina a influência russa, com voto em candidatos alinhados com o Kremlin, e ao oeste domina a influência ocidental, com alinhamento de interesses na direção da União Europeia.

Influência da União Europeia   Influência Russa predominante

A política norte-americana de expansão da OTAN no leste Europeu, culminando com a ideia de integrar a Ucrânia à aliança ocidental, se tornou incompatível com a visão russa que a Ucrânia é uma "zona de exclusão" entre Moscou e o ocidente.

Nas palavras de Vladmir Putin: a entrada da Ucrânia na OTAN não só permitiria que mísseis fossem posicionados em território Ucraniano, os quais poderiam atingir Moscou em poucos minutos, mas também faria com que a Ucrânia estivesse dentro do chamado Artigo 5 da OTAN: no qual um membro agredido é automaticamente defendido.

Esse fato se tornou inegociável para o Kremlin vis-à-vis a potencial situação em que a Ucrânia, dentro da OTAN, quisesse recuperar a Criméia e dentro desse envelope tivesse acesso ao Artigo 5, iniciando uma guerra entre a OTAN e a Rússia.

OS OBJETIVOS DA RÚSSIA

Voltando a frase de Clausewitz, a Rússia tem acima de tudo um objetivo diplomático a ser atingido: enfraquecer o poder central da Ucrânia e desmilitarizar o país, impedindo que a Ucrânia se torne parte da esfera ocidental e um país militarizado que possa no futuro causar problemas de defesa para Moscou. A guerra continuará sendo o veículo de forçar Kiev a uma solução diplomática que cumpra esses objetivos.

Não acreditamos que seja o objetivo da Rússia incorporar ou ocupar a Ucrânia: um país de 44 milhões de habitantes do tamanho do estado do Texas. O Kremlin ainda tem claro em sua história o custo de ocupação de países como o Afeganistão. Ideias que a Rússia teria a intenção de "reconstruir a União Soviética" não parecem ser corroboradas pelos custos e riscos associados em tal operação.

IMPACTO NOS MERCADOS

Devemos manter em perspectiva a importância econômica da Rússia no contexto global: uma economia relativamente pequena para o contexto global, com PIB similar ao do Brasil.

Entretanto, essa economia comanda enorme participação no fornecimento de algumas commodities para o mundo: cerca de 10% do petróleo, 17% do gás natural, 40% do paládio e 30% do trigo.

Dessa forma, o principal canal de contaminação do atual conflito, e seus possíveis desdobramentos futuros, deve ocorrer por pressões de custos dessas commodities e seus consequentes efeitos em índices inflacionários ao redor do planeta.

Estamos atentos a esses desenvolvimentos e o potencial impacto na política monetária norte americana.

***

Estamos sempre à disposição de nossos clientes e parceiros.

Kinea Investimentos

PALAVRA DO GESTOR SOBRE A PERFORMANCE DO MÊS

JUROS E INFLAÇÃO

Resultado positivo. No Brasil, ocorreu aumento das taxas, com a sinalização do Banco Central que o ciclo de aumento de juros deverá ir além dos 12%. Na política, o congresso segue discutindo a desoneração do diesel, enquanto o Ministério da Fazenda fala em um corte horizontal do IPI que poderia afetar a inflação de 2022. Temos aumentado nossas posições vendidas em inflação para prazos intermediários. A pressão de bens industriais deverá ceder ao longo do segundo semestre, devemos ter deflação de energia elétrica, a cadeia de proteína deve ter melhor oferta nos próximos trimestres e a recente apreciação do Real balanceia a alta das commodities. No internacional, seguimos posicionados para aumento da curva de juros nos EUA. Os juros reais americanos estão baixos para uma economia que deve chegar nesse ano a uma taxa de desemprego próxima de 3% e onde os consumidores e empresas possuem fortes balanços capazes de absorver uma diminuição da liquidez.

CRÉDITO PRIVADO

Resultado positivo. Dentre os destaques do mês para nosso portfólio, tivemos impactos positivos da Letra Financeira do banco Daycoval e as debêntures da AES (geradora de energia) e da Klabin (papel e celulose). O fundo, por sua vez, foi impactado negativamente pelas posições em bond offshore. O prêmio da carteira de crédito continua elevado, 1,88% acima do CDI e um prazo médio de 2,7 anos. Encerramos o mês com 11,3% do patrimônio alocado em ativos de crédito. Em relação as principais modificações no mês, participamos da emissão de Taesa (transmissora), uma das mais altas qualidade de crédito do mercado, com spread de CDI+1,36% e uma duration aproximada de 3,1 anos.

COMMODITIES

Resultado positivo. O grupo de commodities se beneficiou no mês da escalada das tensões geopolíticas entre a Rússia, Ucrânia e o ocidente. Destaques ficaram com o petróleo, metais preciosos e as commodities agrícolas. Permanecemos comprados no petróleo, com redução de nossa posição durante os últimos dias do mês. Nos encontramos também comprados no cobre, ouro, soja e em créditos de carbono.

AÇÕES

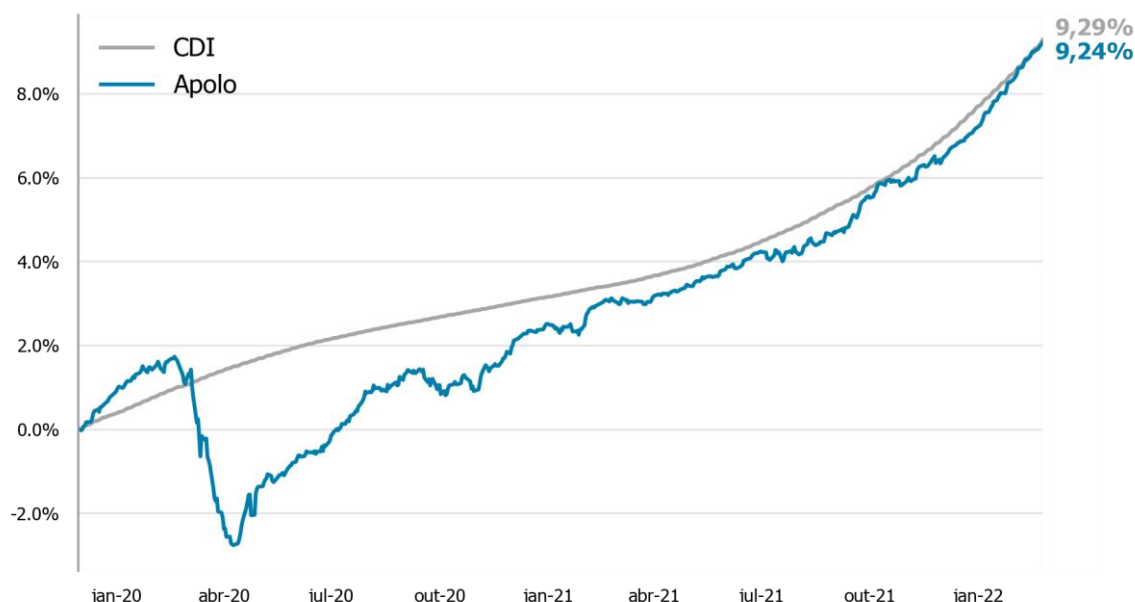
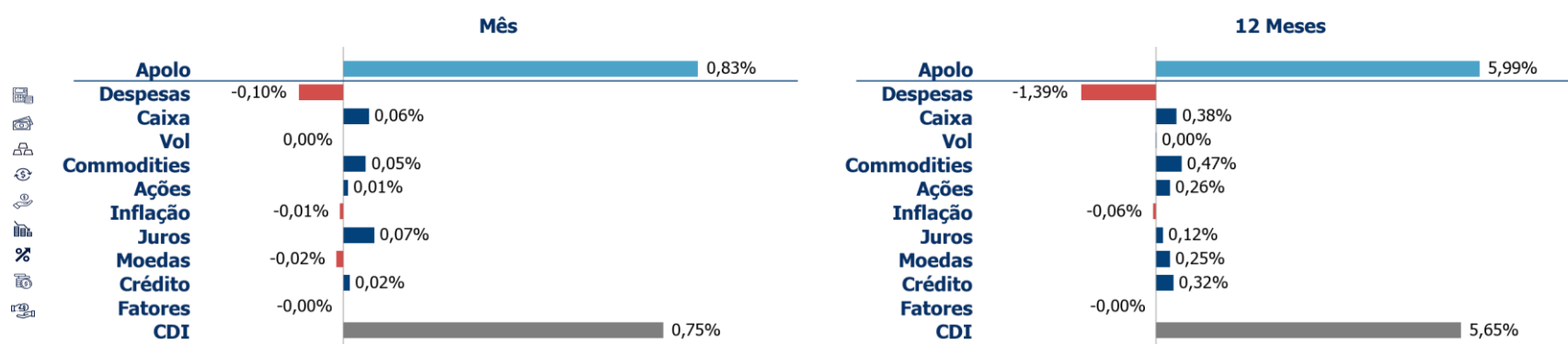
Resultado neutro. No Brasil, seguimos aumentando aos poucos a exposição a nomes domésticos e durante o mês compramos ações nos setores de energia elétrica e serviços financeiros. Permanecemos posicionados em empresas nos setores de infraestrutura, terceirização de serviços, saúde, joalheira, bem como em empresas ligadas a commodities principalmente petróleo e celulose. Além disso, temos posições em 41 pares, quase todos intrasetoriais, destacando-se posições compradas em empresas de qualidade e mais focadas em um público de alta renda contra empresas onde a capacidade de manutenção de margens é menor ou o nível de endividamento é excessivo.No internacional, fevereiro foi o segundo mês consecutivo de queda das principais bolsas globais. A Nasdaq chegou a cair mais de 20% de seu pico recente, enquanto o S&P acumulou perdas acima de 10% no ano. Nosso posicionamento mais conservador na bolsa global permitiu que evitássemos perdas nessa classe de ativos no acumulado desse ano. Consideramos que a movimentação dos juros nos Estados Unidos tem sido a principal causa da recente correção, sendo o atual conflito geopolítico uma força menor nesse processo. Continuamos comprados em empresas de energia e estamos gradualmente buscando valor em tecnologia após alguns constituintes de qualidade do índice já terem caído mais de 50% dos seus picos recentes.

MOEDAS E CUPOM CAMBIAL

Resultado negativo. Estamos comprados no dólar, no Real e no peso chileno. Vendidos no dólar australiano, no Rand sul africano e no Franco Suíço. Os EUA tem maior necessidade de apertar as condições financeiras e vantagem na matriz energética. O Real e o peso chileno são moedas baratas, que se beneficiam da alta de commodities e com taxas de juros mais altas. As moedas vendidas são de países que devem ficar atrasados em relação a seus pares no processo de subida de juros. Seguimos posicionados para o aumento das taxas longas de cupom cambial em relação a Libor. A estratégia funciona como proteção para um eventual cenário de piora mais aguda do risco país ou do mercado de crédito global.

Para mais informações veja também o nosso vídeo mensal sobre o Fundo no YouTube

RESULTADO DA GESTÂO**

Rentabilidade do fundo desde seu início

Retorno por Estratégia

HISTÓRICO DE RENTABILIDADE**

ANO	2019	2020	2021	2022	fev/22	Início
FUNDO	0,88%	1,62%	4,56%	1,91%	0,83%	9,24%
CDI	0,38%	2,77%	4,40%	1,49%	0,75%	9,29%
%CDI	233,25%	58,55%	103,85%	128,43%	110,83%	99,45%

Início do fundo
29.nov.2019

Patrimônio Líquido Atual
688.974.426

Patrimônio Líquido Médio (12 meses)
420.073.471

Número de meses negativos
5

Número de meses positivos
23

Melhor mês
jul.20 (1,12%)

Pior mês
mar.20 (-3,17%)

* Fatores: estratégia quantitativa de apropriação de prêmios nos mercados de ações e opções internacionais. Os prêmios (fatores) possuem longa evidência empírica e são fundamentados economicamente.

COTA RESGATE:	PAGAMENTO RESGATE:	TAXA DE SAÍDA:	APLICAÇÃO INICIAL:	TAXA DE ADM.:	TAXA DE PERFORMANCE:
D+0 dia útil da solicitação.	D+1 dia útil da solicitação.	Não há.	Sujeito às regras do distribuidor.	0.8%a.a.	25.0% do que exceder 100% do CDI.